

2014 年绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司

公司债券 2018 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【674】号 01

债券简称：14 绍柯开债、
PR 绍柯开

债券剩余规模：6.4 亿元
债券到期日：2021 年 12
月 10 日

债券偿还方式：每年付
息一次，存续期内第 3
年末至第 7 年末每年偿
还发行总额的 20%

分析师
姓名：
杨培峰 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2014 年绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 25 日	2017 年 06 月 15 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司（以下简称“柯桥经开”或“公司”）及其 2014 年 12 月 10 日发行的 8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础，公司土地整理业务收入增长较快且业务可持续性较好。但我们也关注到公司资产流动性较弱，在建项目尚需资金投入较大，面临较大的资金压力，对外担保余额较大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础。2017 年绍兴市和柯桥区实现 GDP 规模分别为 5,108 亿元、1351.22 亿元，经济增速分别为 7.1%、7.1%；分别实现公共财政收入 431.40 亿元、114.06 亿元，分别较上年增长 10.53%、7.58%，区域经济和地方财力保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地整理业务收入增长较快，且业务可持续性较好。2017 年，公司土地整理业务收入 3.85 亿元，较上期增长 71.28%，截至 2017 年末，公司拟整理的土地面积为 68.78 万平方米，公司土地整理业务可持续性较好。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2017 年末，公司资产中应收账款、其他应收款、存货合计占比为 78.05%，应收账款、其他应收款回收期不确定，存货系土地资产及在建项目开发成本，变现能力较差，且按账面价值计算，土地资产账面价值抵押比为 20.24%，资产流动性较弱。
- **公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2018 年 3 月末，公司在建项目计划投资总额为 78.69 亿元，尚需投资 63.99 亿元，同时，公司有息债务总额为 26.96 亿元，较上一年增长 23.23%，公司面临较大的资金压力。
- **公司对外担保余额较大，面临一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保余额为 19.78 亿元，占期末所有者权益的 64.01%，对外担保余额较大，主要担保对象为公司关联方，对外担保均未采取反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	696,294.79	645,426.45	628,835.19
所有者权益（万元）	308,998.66	295,719.03	288,793.63
有息债务（万元）	269,595.58	218,780.00	208,180.00
资产负债率	55.62%	54.18%	54.07%
流动比率	8.78	3.45	3.07
营业收入（万元）	43,655.90	23,202.89	23,068.30
利润总额（万元）	17,706.17	9,233.20	9,532.73
综合毛利率	42.49%	45.40%	47.65%
EBITDA（万元）	18,866.26	10,033.03	10,873.47
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.09	1.19
经营活动现金流净额（万元）	8,612.40	-11,682.81	-39,693.09

资料来源：公司 2015-2017 年度审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2658号文件批准，公司于2014年12月10日发行8亿元7年期公司债券，本期债券募集资金用于齐贤镇官湖沿村安置小区（一期）工程项目、陶里新社区安置小区项目、绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目三个项目建设。截至2018年3月末，公司已使用募集资金7.90亿元。

表1 截至 2018 年 3 月末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

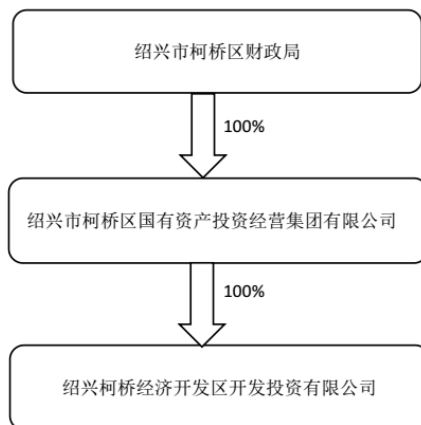
项目名称	拟使用募集资金金额	已使用募集资金
齐贤镇官湖沿村安置小区（一期）工程项目	30,000	30,000
陶里新社区安置小区项目	14,000	14,000
绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目	36,000	35,048
合计	80,000	79,048

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2017年度，公司注册资本、实收资本均未发生变化，期末金额为7,452.00万元。公司控股股东、实际控制人2017年未发生变化，控股股东仍为绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司，实际控制人仍为绍兴市柯桥区财政局。公司主要从事绍兴市柯桥经济开发区（以下简称“柯桥经开区”）内市政基础设施建设、土地整理等业务，2017年经营范围未发生变化。公司合并范围2017年度未发生变化，截至2017年末，公司合并范围子公司仅1家，为绍兴市柯桥区柯远建设投资有限公司。

图 1 截至 2018 年 4 月 30 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为69.63亿元，所有者权益为30.90亿元，资产负债率为55.62%；2017年度，公司实现营业收入4.37亿元，利润总额1.77亿元，经营活动现金净流入0.86亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017 年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷

款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违

法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 2 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017 年，绍兴市整体经济增速回升，工业经济景气程度有所恢复，经济增长对固定资产投资依赖程度较高

在经济下行压力较大背景下，绍兴市 2017 年共实现地区生产总值 5,108.00 亿元，按可比价格计算，较上年增长 7.1%，增速较上年提升 1.6 个百分点，经济增速有所回升。绍

兴市经济以第二产业、第三产业为主，2017 年增加值分别为 2,491.00 亿元、2,410.00 亿元，分别较 2016 年增长 6.7%、8.0%，增速较上年均有提升。2017 年，绍兴市三次产业结构由上年的 4.5:49.2:46.3 调整为 4.0:48.8:47.2，第三产业占比小幅提升。绍兴市 2017 年人均 GDP 规模为 10.22 万元（按常住人口计算），为全国同期人均 GDP 的 171.30%，经济发展水平相对较高。

工业经济方面，2017 年绍兴市全部工业增加值为 2,157.00 亿元，按可比价格算，较上年增长 7.6%，增速较上年显著提升。绍兴市规模以上工业中，高新技术产业增加值、战略性新兴产业增加值、装备制造业、信息经济核心产业制造业和健康制造业增加值分别增长 8.2%、9.4%、12.8%、9.6%和 18.8%，增长相对较快。2017 年，绍兴市规模以上工业企业实现利润总额 519 亿元，同比增长 16.5%，企业效益有所提升。

绍兴市经济增长对固定资产投资依赖程度较高，2017 年共完成固定资产投资 3,116.00 亿元，较上年增长 11.1%，增速较快。其中，工业投资、服务业投资、基础设施投资、房地产开发投资分别增长 7.3%、14.4%、19.0%和 5.8%。社会消费方面，绍兴市 2017 年实现社会消费品零售总额 1,978.00 亿元，同比增长 10.9%，消费市场发展平稳。2017 年绍兴市国际贸易活动恢复显著，全年进出口总额 1,997.00 亿元，较上年增长 9.7%，增速由负转正，对区域经济增长形成一定的拉动。

表 3 绍兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	5,108.00	7.1%	4,710.19	5.5%
第一产业增加值	207.00	2.0%	209.86	2.1%
第二产业增加值	2,491.00	6.7%	2,319.17	4.5%
第三产业增加值	2,410.00	8.0%	2,181.16	6.9%
工业增加值	2,157.00	7.6%	2,016.44	4.7%
固定资产投资	3,116.00	11.1%	2,882.48	11.6%
社会消费品零售总额	1,978.00	10.9%	1,783.34	11.3%
进出口总额	1,997.00	9.7%	1,820.90	-1.8%
存款余额	7,837.00	6.1%	7,435.32	7.0%
贷款余额	6,703.00	9.8%	6,153.24	1.7%
人均 GDP（元）	102,200.00		94,620.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	171.30%		175.82%	

资料来源：2016-2017 年绍兴市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年柯桥区经济增速回升，工业经济恢复较好，纺织品出口带动外贸回暖

2017年，柯桥区共实现地区生产总值1,351.22亿元，按可比价格计算，较上年增长7.1%，

增速较上年提升3.6个百分点，经济增速有所恢复。分产业看，第二产业增加值为686.69亿元，较上年增长6.7%，增速较上年提高5.8个百分点；第三产业增加值为628.92亿元，较上年增长8.0%，增速较上年提高1.3个百分点。2017年，柯桥区三次产业结构由上年的2.9:51.6:45.5调整为2.6:50.8:46.5。柯桥区2017年人均GDP规模为20.24万元（按户籍人口计算），为同期全国人均GDP的339.31%，人均GDP水平较高。

工业经济方面，柯桥区2017年工业增加值为598.37亿元，占第二产业增加值的87.14%；柯桥区工业总产值3,001.81亿元，其中规模以上工业产值达2,502.31亿元。柯桥区工业经济以纺织业为主，2017年区内规模以上大纺织行业产值为1,488.57亿元，同比增长13.1%，规模以上非纺织业产值为1,013.74亿元，同比增长10.9%。考虑到我国人力成本日益提升、国外纺织业产能替代能力增强、环保标准提高等因素，柯桥区纺织行业发展面临一定的不确定性。

2017年，柯桥区共完成固定资产投资819.52亿元，较上年增长10.8%，固定资产投资对经济拉动作用明显。社会消费方面，柯桥区全年完成社会消费品零售总额291.18亿元，同比增长11.6%，消费保持较高增速。外贸方面，柯桥区2017年出口总额686.49亿元，占同期进出口总额的96.52%，柯桥区出口产品主要为纺织品，2017年纺织品出口规模为619.98亿元，较上年增长6.1%，纺织品出口的回暖推动了柯桥区进出口贸易额的回升。

表 4 柯桥区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,351.22	7.1%	1,239.25	3.5%
第一产业增加值	35.61	2.0%	35.95	2.0%
第二产业增加值	686.69	6.7%	638.94	0.9%
第三产业增加值	628.92	8.0%	564.36	6.7%
工业增加值	598.37	7.6%	558.55	0.5%
固定资产投资	819.52	10.8%	746.67	12.1%
社会消费品零售总额	291.18	11.6%	260.91	11.8%
进出口总额	711.26	8.8%	654.09	-6.2%
存款余额	1,808.86	3.7%	1,743.64	7.3%
贷款余额	1,349.88	10.3%	1,223.33	1.5%
人均 GDP（元）	202,430.00		188,497	
人均 GDP/全国人均 GDP	339.31%		349.20%	

资料来源：柯桥区 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017 年，绍兴市政府性基金收入规模快速增长，财政自给能力较强

2017 年，绍兴市全市公共财政收入规模为 431.40 亿元，较上年增长 10.53%，同期本

级公共财政收入规模为 59.30 亿元，同比增长 4.14%。得益于当地 2017 年房地产市场景气度提升，全市政府性基金收入同比增长 54.43%至 381.50 亿元，但未来政府性基金收入受当地土地市场和出让计划影响仍有一定的不确定性。

绍兴市公共财政支出规模 2017 年为 469.80 亿元，较上年增长 3.00%，公共财政支出主要集中在教育、社会保障等方面，支出刚性较强。2017 年，绍兴市全市和本级口径财政自给率分别为 91.83%和 80.90%，财政自给能力良好。

表 5 2016-2017 年绍兴市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
（一）公共财政收入	431.40	59.30	390.30	56.94
其中：税收收入	-	-	332.25	43.49
非税收入	-	-	58.05	13.45
（二）政府性基金收入	381.50	118.00	247.04	70.97
其中：土地出让收入	-	-	201.41	57.96
财政支出				
（一）公共财政支出	469.80	73.30	456.10	78.71
（二）政府性基金支出	412.80	77.70	-	-
财政自给率	91.83%	80.90%	85.57%	72.34%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；

表中带“-”的数据未公告

资料来源：《关于全市及市级 2016 年财政预决算执行情况和 2017 年财政预算草案的报告》、《关于 2017 年全市和市级预算执行情况及 2018 年全市和市级预算草案的报告》，鹏元整理

2017年由于政府性基金收入的带动柯桥区综合财力同比大幅增加，公共财政收入持续增长，地方财政自给率水平较高，但需关注政府性基金收入的稳定性

2017年，柯桥区地方综合财力达200.21亿元，较上年增长39.34%，政府性基金收入对地方综合财力的增长贡献较多。柯桥区公共财政收入规模持续增长，2017年完成公共财政收入114.06亿元，较上年增长7.58%；柯桥区公共财政收入主要来自税收，2017年税收收入规模为96.82亿元，占当期公共财政收入的84.89%，公共财政收入质量较好。

上级补助收入是柯桥区地方综合财力来源之一，2017年柯桥区上级补助收入规模增长至15.15亿元，较上年增长34.79%。上级补助收入中，一般性转移支付收入和返还性收入合计占上级补助收入的71.35%，上级补助收入可支配程度较高。

政府性基金收入方面，柯桥区政府性基金收入80%以上来自国有土地使用权的出让，受当地2017年房地产市场景气程度提升影响，当期国有土地使用权出让收入较上年增长218.98%，在此影响下，柯桥区政府性基金收入2017年增至71.00亿元，同比增长168.74%，但未来政府性基金收入仍然受当地土地市场和土地出让计划的影响，存在一定的不确定性。

柯桥区2017年公共财政支出规模为101.89亿元，较上年小幅增长2.97%。主要受公共财政收入增长较快影响，2017年柯桥区财政自给率增至111.94%，财政自给率水平较高。

表 6 柯桥区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	200.21	143.68
（一）公共财政收入	114.06	106.02
其中：税收收入	96.82	89.86
非税收入	17.25	16.17
（二）上级补助收入	15.15	11.24
其中：返还性收入	4.90	3.56
一般性转移支付收入	5.91	4.84
专项转移支付	4.34	2.83
（三）政府性基金收入	71.00	26.42
其中：国有土地使用权出让收入	60.83	19.07
财政支出	161.81	-
（一）公共财政支出	101.89	98.95
（二）政府性基金支出	59.92	-
财政自给率	111.94%	107.15%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：柯桥区财政局、《关于绍兴市柯桥区 2017 年财政预算执行情况及 2018 年财政预算的报告》，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事柯桥经开区内基础设施建设、土地整理业务。2017年，公司共实现营业收入4.37亿元，土地整理业务收入仍是公司营业收入最主要来源，占当期营业收入的88.28%。土地整理业务毛利率保持为48.89%，综合毛利率2017年为42.49%，仍处于较高水平。

表 7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	38,540.06	48.89%	22,500.62	48.89%
房产转让	4,657.89	-3.10%	-	-
租金及服务费	457.95	-32.80%	567.68	-1.23%
合计	43,655.90	42.49%	23,202.89	45.40%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年，公司整理出让土地面积大幅回升，出让单价上升，目前拟开发土地较多，土地整理业务可持续性较好

公司作为柯桥经开区内重要国有资产运营主体，承担着柯桥经开区内土地整理、基础设施代建等职能。根据《关于调整2010年度土地出让金净收益分成比例的通知》（绍县政办发[2010]49号），对于经过拆迁安置的存量土地出让净收益，实行全额返还，对于新增城市建设用地的土地出让净收益，柯桥经开区的分成比例为70%，柯桥经开区管委会获得上级政府返还的土地出让净收益后直接全额向本公司拨付。柯桥经开区管委会每年根据实际出让地块情况向柯桥区人民政府填写土地出让确认书，确认书列明出让土地位置、面积、出让收入及整理成本，公司据此确认土地整理收入和成本。

2017年，公司拆迁整理了柯桥经济开发区2017-05地块，整理出让地块合计面积为13.58万平方米，较上年上升56.43%，当期整理出让地块平均出让单价较高，公司共确认土地出让收入3.85亿元，较上年增长71.28%。公司土地整理业务的毛利率为48.89%，与上年持平。募投项目的收益实现方式主要是余房拍卖以及土地拆迁收入。截至2017年末，公司无在整理地块，拟整理地块面积为68.78万平方米，且相关地块均为商业用地，土地整理业务可持续性较好。但考虑到公司每年整理出让土地规模易受当地土地市场行情、政府建设规划安排影响波动较大，未来土地整理收入存在一定波动性。

公司在建项目较多，面临较大的投资支出压力

公司承担了柯桥经开区内的市政基础设施建设的任务。截至2018年3月末，公司主要在建项目包括绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目、安昌镇东昌居城中村改造拆迁项目等，在建项目计划总投资78.69亿元，尚需投资63.99亿元，尚需投资规模较大，公司面临较大的投资支出压力。

表 8 截至 2018 年 3 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否签订回购协议
绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目	110,495.36	82,441.43	否
陶里新社区安置小区项目	32,200.00	24,937.00	否
钱滨线 III 标	38,240.00	35,316.40	否
滨海大河景观廊道工程	3,000.00	1,340.00	否
安昌镇东昌居城中村改造拆迁项目	253,000.00	1.50	是
齐贤镇高泽、阳嘉龙村城中村	350,000.00	3,000.00	是
合计	786,935.26	147,036.33	

资料来源：公司提供，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年度审计报告以及经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2017年末，公司纳入合并范围子公司1家。

资产结构与质量

公司资产规模小幅增长，资产整体流动性较弱

截至2017年末，资产总额为69.63亿元，较2016年末增长7.88%。公司资产主要为流动资产，2017年末流动资产占总资产的比重为98.29%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款及存货组成。2017年末，公司货币资金余额为8.76亿元，货币资金无使用受限情况；应收账款账面价值为6.23亿元，与上年基本持平。公司应收账款主要是柯桥经开区管委会的欠款，占比99.80%（按余额计算），应收账款回收风险较小。公司预付账款主要系土地开发及项目建设时预付施工企业的工程款项，2017年末账面价值为5.25亿元，同比增长40.07%。

公司其他应收款系往来款，2017年末账面价值为10.67亿元，前五大欠款对象为绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司、柯桥区齐贤镇人民政府、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、齐贤经济适用房开发有限公司、绍兴县恒越房地产开发有限公司，合计欠款金额占其他应收款期末余额的99.86%，欠款对象主要是政府及地方国有企业，款项回收风险较小，但考虑到其他应收款回收期不确定，对公司资金形成较大占用。

公司存货2017年末账面价值为37.44亿元，较上期末增长90.46%，主要系在建工程重分类至存货列报所致，存货包括土地整理成本、代建开发成本、土地资产，账面价值分别为4.71亿元、24.03亿元、8.71亿元，存货中抵押土地资产账面价值为1.76亿元，占土地资产账面价值的20.24%。

公司非流动资产主要为投资性房地产。2017年非流动资产末账面价值为1.19亿元，同比减少94.18%，主要系在建工程分类至存货列报所致。

总体来看，公司资产规模2017年小幅增长，考虑到公司应收账款、其他应收款及存货规模很大，且应收类账款、其他应收款回款期不确定，存货多为土地、基础设施等建设项

目，项目变现能力较差，公司整体资产流动性较弱。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	87,571.70	12.58%	42,948.44	6.65%
应收账款	62,322.85	8.95%	62,452.41	9.68%
预付款项	52,461.63	7.53%	37,453.19	5.80%
其他应收款	106,687.56	15.32%	100,695.59	15.60%
存货	374,444.15	53.78%	196,601.14	30.46%
流动资产合计	684,356.00	98.29%	440,150.80	68.20%
投资性房地产	8,140.46	1.17%	8,725.40	13.52%
在建工程	-	-	191,922.34	29.74%
非流动资产合计	11,938.78	1.71%	205,275.66	31.80%
资产总计	696,294.79	100.00%	645,426.45	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年，公司营业收入规模大幅上涨，业务盈利能力较好

2017年，公司共实现营业收入4.37亿元，较上年增长88.15%，营业收入主要来自土地整理业务，收入来源单一。截至2017年末，公司拟开发土地较多，未来可形成一定规模土地整理收入，但考虑到土地出让进度易受当地房地产调控、城市建设规划等因素影响，加之三四线房地产库存仍在消化过程中，土地整理收入存在一定的波动可能性。

2017年，公司未获得政府补助，利润主要来自土地出让业务，当期利润总额为1.77亿元，较去年增长91.77%。

综合来看，公司2017年营业收入规模大幅增加，但土地整理收入未来面临一定的波动可能性，公司综合毛利率水平较高，业务盈利能力较好。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	43,655.90	23,202.89
营业利润	17,708.15	9,326.70
利润总额	17,706.17	9,233.20
综合毛利率	42.49%	45.40%

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流状况较差，资金压力较大，在建项目尚需投资规模较大

公司经营活动现金流受土地整理业务现金收支及往来款收支影响明显，支付的其他与经营活动有关的现金大幅增长主要系与其他公司的往来款，2017年公司土地整理业务回款速度加快，业务收现为1.01，经营活动现金净流入0.86亿元。考虑到公司未来回款规模及速度受政府资金安排影响较大，加上经营性往来款流入流出规模本身就存在较大的不确定性，公司经营活动现金流波动性较大。

2017年公司处置固定资产获得投资活动现金流入0.54亿元，投资活动现金流出系在建工程投资支出，2017年投资活动现金净流入0.07亿元。筹资活动现金流方面，因公司2017年向银行借款较多，当期筹资活动现金净流入4.55亿元。截至2018年3月末，公司主要在建项目尚需投资63.99亿元，公司面临较大的资金压力。

表 11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.01	0.02
销售商品、提供劳务收到的现金	44,024.24	425.41
收到的其他与经营活动有关的现金	398,994.19	62,148.84
经营活动现金流入小计	443,018.43	62,574.25
购买商品、接受劳务支付的现金	27,625.86	26,680.41
支付的其他与经营活动有关的现金	405,859.93	46,242.76
经营活动现金流出小计	434,406.03	74,257.07
经营活动产生的现金流量净额	8,612.40	-11,682.81
投资活动产生的现金流量净额	709.70	-9,108.97
筹资活动产生的现金流量净额	45,472.01	-37,079.97
现金及现金等价物净增加额	54,794.11	-57,871.75

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增加，偿债压力加大

2017年，公司整体债务规模增长较快，期末债务余额为38.73亿元，较上年末增长10.75%。因利润积累，公司期末所有者权益规模小幅增至30.90亿元。综合影响下，公司产权比率调整为125.34%。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
------	--------	--------

负债总额	387,296.13	349,707.42
所有者权益	308,998.66	295,719.03
产权比率	125.34%	118.26%

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告，鹏元整理

从负债结构看，公司期末流动负债、非流动负债占负债总额的比重分别为 20.12%、79.88%。

公司流动负债主要由应付账款、应交税费、其他应付款、一年内到期的非流动负债组成。应付账款主要系工程尚未结束，应付施工单位的工程款，2017年末余额为1.28亿元。应交税费2017年末余额为2.10亿元，同比增长26.72%。其他应付款系往来款，期末余额为4.14亿元，较上年下降46.32%。一年内到期的非流动负债系将于2018年到期的银行借款，期末余额为0.18亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款组成。长期借款2017年末余额为8.71亿元，较上期末增长37.74%，系公司从兴业银行新增5亿元贷款所致。应付债券为本期债券，账面余额为6.37亿元。长期应付款系地方政府债务置换款及关联方资金拆借，2017年末余额为11.71亿元，长期应付款需要偿付本息。专项应付款系地方政府拨付的工程建设款，期末余额为4.16亿元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	12,827.51	3.31%	12,871.30	3.68%
应交税费	21,047.13	5.43%	16,609.52	4.75%
其他应付款	41,393.51	10.69%	77,106.57	22.05%
一年内到期的非流动负债	1,800.00	0.46%	20,750.00	5.93%
流动负债合计	77,933.57	20.12%	127,448.26	36.44%
长期借款	87,050.00	22.48%	63,200.00	18.07%
应付债券	63,695.58	16.45%	79,280.00	22.67%
长期应付款	117,050.00	30.22%	55,550.00	15.88%
专项应付款	41,566.98	10.73%	24,229.17	6.93%
非流动负债合计	309,362.56	79.88%	222,259.17	63.56%
负债合计	387,296.13	100.00%	349,707.42	100.00%
有息债务	269,595.58	69.61%	218,780.00	62.56%

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告，鹏元整理

从偿债指标看，公司2017年末资产负债率为55.62%，基本与上年持平。2017年末，公司流动比率和速动比率分别为8.78、3.98，较上期末大幅提升，主要系在建工程重分类至存货列报所致，但考虑到流动资产变现能力较弱，流动资产对短期债务的实质保障程度一

般。截至2017年末，公司有息债务规模为26.96亿元，占负债总额的比重为69.61%，公司偿债压力加大。由于公司2017年营业收入大幅增长，EBITDA增至18,866.26万元，但有息债务规模较大、债务利息负担较重，期末EBITDA利息保障倍数仅0.83、有息债务/EBITDA为14.29，经营活动现金对有息债务保障程度较低。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	55.62%	54.18%
流动比率	8.78	3.45
速动比率	3.98	1.91
EBITDA（万元）	18,866.26	10,033.03
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.09
有息债务/EBITDA	14.29	21.81

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保余额为19.78亿元，占期末所有者权益的64.01%，对外担保余额较大，被担保企业均为国有企业，属于统一控制人控制，为公司关联方。公司对外担保均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 15 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否反担保
绍兴柯桥海涂水利开发有限公司	25,000	2018.11.06	否
绍兴市柯桥区柯远建设投资有限公司	36,300	2019.12.16	否
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	65,000	2019.12.29	否
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	30,000	2020.11.17	否
绍兴师爷文化旅游投资有限公司	4,500	2018.06.29	否
绍兴柯北新农村建设投资有限公司	17,000	2020.02.14	否
绍兴柯岩建设投资有限公司	20,000	2020.02.14	否
合计	197,800		

资料来源：公司 2017 年度审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2017年绍兴市和柯桥区实现GDP规模分别为5,108亿元、1351.22亿元，经济增速分别为7.1%、7.1%；公司土地整理业务收入增长较快，且2017年末在整理及拟整理的土地规模较大，业务可持续性较好。

同时我们也关注到，公司资产中应收账款、其他应收款、存货规模较大，合计占总资产总额的比例为78.05%，资产流动性较弱；公司在建工程较多，截至2018年3月底，尚需投资额为63.99亿元，面临较大的投资压力；公司2017年末对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	87,571.70	42,948.44	90,649.35
应收账款	62,322.85	62,452.41	39,386.11
预付款项	52,461.63	37,453.19	26,488.66
其他应收款	106,687.56	100,695.59	96,661.13
存货	374,444.15	196,601.14	196,426.58
其他流动资产	868.11	0.01	150.00
流动资产合计	684,356.00	440,150.80	449,761.83
投资性房地产	8,140.46	8,725.40	9,310.34
固定资产	3,762.55	4,575.69	4,515.55
在建工程	0.00	191,922.34	165,195.73
递延所得税资产	35.77	52.22	51.73
非流动资产合计	11,938.78	205,275.66	179,073.36
资产总计	696,294.79	645,426.45	628,835.19
应付账款	12,827.51	12,871.30	1,187.96
预收款项	31.38	17.89	6.00
应付职工薪酬	117.08	92.97	92.72
应交税费	21,047.13	16,609.52	14,240.27
应付利息	716.95	-	-
其他应付款	41,393.51	77,106.57	104,612.60
一年内到期的非流动负债	1,800.00	20,750.00	26,400.00
流动负债合计	77,933.57	127,448.26	146,539.56
长期借款	87,050.00	63,200.00	102,500.00
应付债券	63,695.58	79,280.00	79,280.00
长期应付款	117,050.00	55,550.00	0.00
专项应付款	41,566.98	24,229.17	11,722.00
非流动负债合计	309,362.56	222,259.17	193,502.00
负债合计	387,296.13	349,707.42	340,041.56
实收资本	7,452.00	7,452.00	7,452.00
资本公积	235,185.81	235,185.81	235,185.81
盈余公积	3,895.45	3,895.45	3,895.45
未分配利润	62,465.39	49,185.76	42,260.36
所有者权益合计	308,998.66	295,719.03	288,793.63
负债和所有者权益总计	696,294.79	645,426.45	628,835.19

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	43,655.90	23,202.89	23,068.30
减：营业成本	25,107.88	12,668.19	12,075.12
税金及附加	424.66	403.22	32.61
管理费用	1,077.16	801.28	1,367.06
财务费用	2.48	1.52	6.77
资产减值损失	-65.78	1.98	55.95
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	17,708.15	9,326.70	9,530.78
加：营业外收入	3.60	5.56	1.95
减：营业外支出	5.58	99.06	-
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	17,706.17	9,233.20	9,532.73
减：所得税费用	4,426.54	2,307.81	2,331.46
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	13,279.63	6,925.40	7,201.27

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	44,024.24	425.41	567.68
收到其他与经营活动有关的现金	398,994.19	62,148.84	137,421.01
经营活动现金流入小计	443,018.43	62,574.25	137,988.69
购买商品、接受劳务支付的现金	27,625.86	26,680.41	322.36
支付给职工以及为职工支付的现金	442.17	100.10	255.13
支付的各项税费	478.06	1,233.79	435.97
支付其他与经营活动有关的现金	405,859.93	46,242.76	176,668.33
经营活动现金流出小计	434,406.03	74,257.07	177,681.78
经营活动产生的现金流量净额	8,612.40	-11,682.81	-39,693.09
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,678.00	9,108.97	22,220.42
投资活动现金流出小计	4,678.00	9,108.97	22,220.42
投资活动产生的现金流量净额	709.70	-9,108.97	-22,220.42
取得借款收到的现金	146,150.00	20,150.00	14,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	27,508.66	4,250.86	36,000.00
筹资活动现金流入小计	173,658.66	24,400.86	50,200.00
偿还债务支付的现金	115,750.00	47,059.12	40,800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,436.65	0.00	5,547.67
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	14,421.71	0.00
筹资活动现金流出小计	128,186.65	61,480.82	46,347.67
筹资活动产生的现金流量净额	45,472.01	-37,079.97	3,852.33
现金及现金等价物净增加额	54,794.11	-57,871.75	-58,061.18
加：期初现金及现金等价物余额	32,777.59	90,649.35	148,710.53
期末现金及现金等价物余额	87,571.70	32,777.59	90,649.35

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	13,279.63	6,925.40	7,201.27
加：资产减值准备	-65.78	1.98	55.95
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,160.09	799.83	1,340.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-598.64	0.00	0.00
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	16.45	-0.49	-51.73
存货的减少（增加以“－”号填列）	12,821.33	-174.56	11,261.24
经营性应收项目的减少（增加以“－”号）	-16,570.14	-24,760.66	-151,512.92
经营性应付项目的增加（减少以“－”号）	-1,430.53	5,525.70	92,012.36
经营活动产生的现金流量净额	8,612.40	-11,682.81	-39,693.09
现金的期末余额	87,571.70	32,777.59	90,649.35
减：现金的期初余额	32,777.59	90,649.35	148,710.53
现金及现金等价物净增加额	54,794.11	-57,871.75	-58,061.18

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	42.49%	45.40%	47.65%
收现比	1.01	0.02	0.02
产权比率	125.34%	118.26%	117.75%
有息债务（万元）	269,595.58	218,780.00	208,180.00
资产负债率	55.62%	54.18%	54.07%
流动比率	8.78	3.45	3.07
速动比率	3.98	1.91	1.73
EBITDA（万元）	18,866.26	10,033.03	10,873.47
EBITDA 利息保障倍数	0.83	1.09	1.19

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{分配股利、利润或偿付利息所支付的现金} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。